

Le 15 novembre 2019

Monsieur Matthieu Truno
Gestion de la dette
Banque du Canada
234, rue Wellington Ouest
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

Objet : Consultation sur les obligations à rendement réel du gouvernement du Canada

L'Institut canadien des actuaires est heureux de vous faire part de ses commentaires sur le document de consultation portant sur les obligations à rendement réel (ORR). Nous avons répondu aux 12 questions du document et nous avons également formulé des commentaires sur les objectifs initiaux du programme ORR, qui sont cités dans la demande de commentaires. Les actuaires qui exercent dans le domaine de l'assurance ou de la retraite ont l'occasion d'utiliser des ORR ou de conseiller leurs clients sur l'utilisation d'ORR dans le cadre de leurs fonctions de gestion de l'actif-passif. Nos réponses se veulent un reflet de leurs points de vue.

Nous vous remercions d'avoir bien voulu prolonger le délai pour que nous puissions vous soumettre nos commentaires qui, nous l'espérons, vous seront utiles.

Réponses aux questions du document

1. *Quelle est la raison principale pour laquelle votre organisation détient des ORR? En détenez-vous pour appairer vos éléments d'actif et de passif, pour améliorer le profil risque-rendement de votre portefeuille, à des fins de négociation active ou à d'autres fins? Si vous en détenez pour d'autres motifs, quels sont-ils?*

En règle générale, la détention d'ORR sert à appairer l'actif et le passif afin de compenser le risque relatif aux prestations d'assurance et de retraite qui sont indexées à l'inflation. Les ORR peuvent aussi être utilisées lorsqu'il existe des occasions de valeur relative et lorsqu'elles peuvent faire partie de la composante alpha d'un portefeuille traditionnel de titres à revenu fixe.

2. *Vous couvrez-vous contre le risque associé à la détention d'ORR? Le cas échéant, à quel instrument de couverture recourez-vous?*

Nous n'avons pas observé cela en pratique. À noter que les assureurs et les caisses de retraite détiennent d'ordinaire des ORR pour couvrir le risque d'inflation inhérent à leur passif sous-jacent. Par conséquent, s'ils se couvraient contre le risque associé à la détention d'ORR, cela serait contraire à la raison pour laquelle ils détiennent l'actif.

3. *Détenez-vous d'autres actifs pour les mêmes raisons que vous détenez des ORR? Si oui, de quel type d'actifs s'agit-il et quelle en est l'importance relative dans votre portefeuille par rapport à celle des ORR?*

Les actifs tels que les infrastructures et l'immobilier permettent eux aussi de couvrir le risque d'inflation et ont parfois la même utilité que les ORR. Toutefois, pour ces actifs, le lien entre inflation et rendement est beaucoup plus précaire et, par conséquent, ils ne présentent pas les mêmes caractéristiques d'appariement du passif que les ORR.

4. *Considérez-vous les ORR comme une catégorie d'actifs à part?*

En règle générale, les ORR et les obligations à rendement nominal sont considérées comme une partie distincte des portefeuilles de titres à revenu fixe.

5. *Les volumes d'ORR émis par le gouvernement du Canada suffisent-ils à répondre aux besoins de votre institution?*

En règle générale, les volumes d'ORR émis ne suffisent pas à répondre à la demande. Des problèmes structurels sont apparus – comme des coûts de transaction élevés, des problèmes de liquidité et l'absence de marché secondaire – qui pourraient être réglés par une offre supplémentaire d'ORR. L'absence d'ORR a également donné lieu à des cas où les régimes de retraite ont dû obtenir une protection contre l'inflation auprès d'autres sources, comme les bons du Trésor américain indexés sur l'inflation. Lorsque l'offre d'ORR suffit à répondre aux besoins d'une entité, il faut quand même aligner les calendriers de placement avec les adjudications d'obligations, afin d'éviter des coûts de transaction additionnels. Une plus grande offre d'ORR permettrait aussi aux sociétés d'assurances d'émettre plus facilement des produits de rente indexés sur l'inflation.

6. *Par comparaison avec les dix dernières années, quels seraient vos besoins futurs en matière de titres indexés sur l'inflation?*

Les points de vue divergent sur ce point. Selon un point de vue, le besoin de titres indexés sur l'inflation pourrait augmenter en raison des facteurs suivants :

- Une augmentation de l'activité de réduction des risques des régimes de retraite;
- La croissance générale de l'ensemble des actifs du marché actuel des régimes de retraite à prestations déterminées (PD).

Toutefois, les facteurs suivants pourraient entraîner une diminution :

- La fermeture des régimes PD du secteur privé aux nouveaux participants, ce qui, à moyen et à long terme, réduira la taille de ces régimes et donc la demande d'actifs à revenu fixe en général. À court terme, si un nombre disproportionné de régimes indexés sont fermés, il pourrait y avoir une augmentation de la demande d'ORR pour garantir les prestations indexées.
- Les modifications des règles de provisionnement au Canada s'inscrivent dans une perspective à long terme plutôt que dans une perspective de solvabilité. La plupart des régimes du secteur public adoptent ce point de vue.

- La stabilité de la politique monétaire et de la cible de maîtrise de l'inflation et la confiance en celles-ci font en sorte qu'on ressent moins le besoin d'avoir une protection d'« assurance » contre l'inflation.
- Les investisseurs couvrent l'inflation en utilisant d'autres catégories d'actifs offrant un rendement supérieur.
- Les régimes de retraite passent à des accords de partage des coûts et à l'indexation conditionnelle.

Tout bien considéré, nous ne prévoyons pas d'augmentation importante de la demande d'ORR.

7. *Préféreriez-vous des ORR à 5, 10 ou 20 ans aux actuelles ORR à 30 ans? Si oui, préféreriez-vous, pour ces durées, les ORR aux obligations à rendement nominal?*

Le fait d'avoir des structures de durée semblables pour les ORR et les obligations à rendement nominal inciterait les investisseurs à investir dans des obligations fédérales en fonction du profil de leur passif et réduirait le coût de renonciation de la détention d'ORR. Cela contribuerait aussi à améliorer la liquidité des ORR. L'ajout des ORR à 10 ans permettrait de broser un tableau plus fidèle de la dynamique des ORR au Canada. Toutefois, nous ne conseillons pas de remplacer les obligations à rendement nominal par des ORR. Il y a place pour les deux. Il peut aussi y avoir un intérêt dans les ORR de durée plus longue, surtout dans le contexte de l'assurance-vie, où la durée du passif est assez longue (plus de 40 ou 50 ans).

8. *Comment décririez-vous dans l'ensemble la demande actuelle d'ORR?*

- a. *Quelles tendances avez-vous observées ces dernières années?*

De nombreux investisseurs recherchent d'autres sources pour couvrir l'inflation. De plus, l'activité de réduction des risques des régimes de retraite s'est accélérée, surtout dans le secteur privé, ce qui a créé une demande d'actifs pouvant couvrir les ajustements des prestations au coût de la vie.

- b. *Comment la demande pourrait-elle évoluer selon vous?*

Voyez notre réponse à la question 6.

9. *Comment le prix des ORR se compare-t-il à celui des obligations à rendement nominal à 30 ans? Estimez-vous que la différence de rendement entre les obligations à rendement nominal et les ORR rend bien compte des attentes d'inflation formées par les participants aux marchés?*

Les ORR ne sont pas aussi liquides que les obligations à rendement nominal. Par conséquent, le marché exige une prime d'illiquidité, ce qui fausse le calcul du taux d'inflation neutre et, par conséquent, les attentes d'inflation des participants du marché ne sont pas bien prises en compte. D'autres facteurs peuvent également influencer sur cette relation, comme la segmentation du marché (où les investisseurs ayant des attentes d'inflation plus élevées sont plus susceptibles d'acheter des ORR) et la prime de risque d'inflation que les investisseurs seraient prêts à payer.

10. *Les taux d'inflation neutres sont-ils un indicateur précis des attentes formées par les participants aux marchés?*

Pour les raisons que nous avons évoquées dans notre réponse à la question 9, nous remettons en question l'exactitude des taux d'inflation neutres en tant qu'indicateurs des attentes formées par les participants aux marchés. Le taux d'inflation neutre permet d'entrevoir l'évolution des attentes d'inflation au fil du temps. Nous constatons également que les attentes du marché à l'égard de l'inflation à court et à long terme semblent très corrélées.

Quels seraient les autres facteurs les plus déterminants permettant d'expliquer le prix récent des ORR (attentes d'inflation, risque d'inflation, prime de liquidité, etc.)?

À notre avis, les principaux facteurs sont les primes de liquidité et l'asymétrie de l'offre et de la demande d'ORR.

11. *Comment qualifieriez-vous les conditions du marché secondaire des ORR et l'évolution de la liquidité sur ce marché au fil du temps?*

Le marché secondaire demeure très peu liquide, et la plupart des investisseurs suivent des stratégies d'achat et de conservation à long terme. Cette situation est restée stable au cours des dernières années.

12. *Sauriez-vous dire pourquoi un marché de dérivés liés aux ORR ne s'est jamais développé au Canada?*

Plusieurs raisons sont possibles :

- a. Les liquidités limitées;
- b. Le marché des obligations au Canada est petit, même en incluant les obligations à rendement nominal;
- c. Pas assez de contreparties qui sont prêtes à prendre une position longue sur l'inflation;
- d. L'intérêt pour les produits dérivés au Canada est plus faible qu'ailleurs.

Ces dernières années, nous avons constaté une croissance importante des produits à revenu fixe « synthétiques ».

Commentaires sur les objectifs du programme d'émission des ORR

1. *Source de financement économique par rapport à d'autres options*

En émettant des ORR, le gouvernement assume effectivement le risque d'inflation et, par le fait même, il offre une « assurance » au marché. Cela donne à penser que le taux d'inflation neutre, qui est en fait une prime que le gouvernement reçoit du marché pour offrir une protection contre l'inflation, serait plus élevé que les attentes d'inflation du marché dans l'avenir. Il semble que les taux d'inflation neutres historiques aient dépassé les taux d'inflation réels.

2. *Diversification du programme d'obligations négociables du gouvernement*

Étant donné que les obligations à rendement réel ont un profil de rendement différent de celui des obligations à rendement nominal (p. ex., en permettant aux régimes de retraite de couvrir le risque d'inflation associé à certains types de passifs), elles offrent un ensemble de possibilités différent et, toutes choses étant égales par ailleurs, elles devraient réduire les coûts d'emprunt du gouvernement. En outre, elles devraient fournir une couverture naturelle entre les recettes publiques (qui sont liés à l'inflation) et les dépenses d'intérêts.

3. *Plus grand choix d'instruments offerts sur le marché et diversification de la clientèle d'investisseurs*

De nombreux régimes de retraite au Canada sont exposés au risque d'inflation, soit indirectement par la croissance des salaires des participants actifs, soit directement par des ajustements au coût de la vie liés à l'inflation. Les obligations à rendement réel sont la seule catégorie d'actifs qui offre une exposition directe à l'inflation canadienne et qui permet de couvrir ces risques. Bien que certaines autres catégories d'actifs aient une composante d'inflation dans leur rendement (p. ex., l'immobilier, les infrastructures), ce lien est beaucoup moins direct et, par conséquent, la couverture est moins « parfaite ».

4. *Développement du marché secondaire*

La liquidité des ORR sur le marché secondaire est sensiblement inférieure à celle des obligations à rendement nominal, de sorte que cet objectif n'a pas encore été atteint. L'offre d'ORR a été limitée, si bien que les investisseurs hésitent à les échanger après leur achat. L'augmentation de l'offre pourrait aider à régler ce problème.

5. *Signal au marché quant à la position résolument anti-inflationniste du gouvernement*

L'inflation est l'un des principaux risques auxquels fait face toute personne qui épargne pour la retraite, de sorte que tout ce qui peut être fait pour gérer ou atténuer ce risque est positif.

6. *Indicateur de rendement réel et des attentes d'inflation à long terme*

À l'heure actuelle, les normes de pratique actuarielles s'appuient sur l'écart entre le rendement réel et le rendement nominal des obligations d'État comme indication des attentes d'inflation. En outre, les rendements des ORR servent à établir le taux d'actualisation pour calculer la valeur actualisée des pertes futures dans les cas de dommages corporels, et cela concerne les actuaires exerçant dans le domaine de l'expertise devant les tribunaux. En l'absence d'un marché d'ORR fonctionnel, la profession devra trouver un autre moyen d'en arriver à une hypothèse.

L'ICA vous est reconnaissant d'avoir pu exprimer ses commentaires sur ces questions et serait heureux d'en discuter avec vous pendant tout le processus.

Pour toute question, communiquez avec [Chris Fievoli](#), actuaire membre du personnel de l'ICA, communications et affaires publiques, au 613-656-1927.

Veillez agréer, Monsieur Truno, l'expression de mes sentiments les meilleurs.

Le président de l'Institut canadien des actuaires,

[signature originale au dossier]

Marc Tardif, FICA

L'Institut canadien des actuaires (ICA) est l'organisme bilingue national et le porte-parole de la profession actuarielle au Canada. Nos membres rendent des services et des conseils actuariels de la plus haute qualité. L'Institut fait passer l'intérêt du public avant les besoins de la profession et de ses membres.